

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ ВО ВРЕМЯ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Аннотация.

Актуальность и цели. В настоящее время экономика нашей страны переживает очередной финансовый кризис, который был спровоцирован введением санкций. Санкции были введены против России вследствие ее позиции относительно «украинского вопроса». Экономическая нестабильность оказывает влияние на многие сферы деятельности, в том числе и на оценочную. Как правило, в период кризиса точность отчетов об оценке значительно снижается. В связи с этим исследование возможных путей повышения точности оценки бизнеса является актуальным. Цель работы – выявление возможных способов повышения точности оценки компаний в условиях экономической нестабильности.

Материалы и методы. Реализация поставленных в работе задач была достигнута на основе сравнительного анализа основных подходов оценки и их методов, а также на основе сопоставления статистических данных о капитализации ведущих российских компаний различных отраслей. При написании работы в зависимости от особенностей решаемых задач использовались различные методы экономического исследования: абстрактно-логический – при постановке цели и задач исследования; сравнительный анализ – при анализе данных о капитализации российских компаний; индуктивный и дедуктивный.

Результаты. Выявлены и охарактеризованы практические приемы определения поправки для коэффициента дисконтирования в доходном подходе. Обоснована целесообразность применения каждого из трех классических подходов в условиях кризиса.

Выводы. В период экономической нестабильности возникает необходимость совершенствования классических подходов к оценке бизнеса. Сделать это можно с помощью введения различных поправок. Повышению точности отчетов об оценке также может способствовать получение оценщиками более качественной исходной информации.

Ключевые слова: кризис, санкции, оценка стоимости, методы оценки стоимости, финансовый рынок, финансовый кризис, капитализация, коэффициент дисконтирования.

Yu. A. Kaftulina, Yu. I. Rusakova

COMPANY'S WORTH VALUATION IN THE FINANCIAL CRISIS PERIOD

Abstract.

Background. At present, our country's economy is experiencing a financial crisis triggered by the imposition of sanctions. The sanctions were imposed against Russia because of its position on the "Ukrainian question." The economic instability has an impact on many areas of activity, including evaluation. As a rule, during a crisis, the accuracy of assessment reports is greatly reduced. In this regard, a study of possible ways of improving the accuracy of business valuation is relevant. The main purpose of the article is to identify possible ways of improving the accuracy of company's worth valuation in terms of economic instability.

Materials and methods. The research tasks were implemented on the basis of a comparative analysis of main approaches and their assessment methods, as well as on the basis of a comparison of statistical data on the capitalization of leading Russian companies in various industries. Depending on the characteristics of tasks to be completed the authors used different methods of economic research: the abstract-logical one when setting the goals and objectives of the study; a comparative analysis – the analysis of data on the capitalization of Russian companies; inductive and deductive methods.

Results. The article identifies and describes practical methods for determining the discount coefficient amendments in the income approach. The expediency of application of each of the three classical approaches during a crisis is substantiated.

Conclusions. During the period of economic instability it is necessary to improve classical approaches to business valuation. This can be done through the introduction of various amendments. The evaluation report accuracy improvement can contribute to obtaining higher quality initial information by valuers.

Key words: crisis, sanctions, valuation, valuation methods, financial market, financial crisis, capitalization, discount coefficient

В период экономической нестабильности наибольшему воздействию подвергается финансовый сектор. Изменения на финансовых рынках и в экономике в целом отражаются на результатах деятельности компаний, в частности, на их стоимости. Показатель стоимости бизнеса является важным фактором для инвесторов при решении вопроса о вложении средств в конкретную организацию. Однако в период экономической нестабильности становится трудно учесть все финансовые и нефинансовые риски, в связи с чем показатель стоимости компаний перестает удовлетворять требованиям адекватности.

В связи с этим изучение вопроса влияния кризиса, санкций на стоимость бизнеса и эффективность классических методов стоимостной оценки становится все более актуальным. Особую значимость изучение данного вопроса приобрело вследствие обострения текущего финансового кризиса в России в связи с введением экономических санкций в 2014 г.

Финансовый кризис определяется Я. М. Миркиной как кризис, системно охватывающий финансовые рынки и институты финансового сектора, международные финансы, кредит и денежное обращение, государственные, муниципальные и корпоративные финансы [1, с. 273].

Отметим, что у финансовых кризисов отмечается своя особенная периодичность – 6–8 лет, не совпадающая с очередностью известных циклов (цикл Китчина, цикл Кондратьева и др.). На рис. 1 показана периодичность финансовых кризисов.

Итак, текущий финансовый кризис не является чем-то неожиданным, и его наступление было вполне закономерным. Получается, что эти кризисы, будучи нечетко связаны с реальной экономикой, все равно имеют свою жесткую периодичность. Это дает возможность предположить либо свою собственную периодизацию циклов в финансовой сфере, либо их искусственный рукотворный характер, при котором они провоцируются для решения неких системных задач (перedel сфер влияния, собственности и др.).

Финансовый кризис включает следующие явления:

- значительное падение валютных курсов;
- резкое повышение процентных ставок;

- массовое изъятие банками своих депозитов, ограничение и прекращение выдач наличности со счетов (банковский кризис);
- разрушение нормальной системы расчетов между компаниями посредством финансовых инструментов (расчетный кризис);
- кризис денежного обращения;
- долговой кризис.

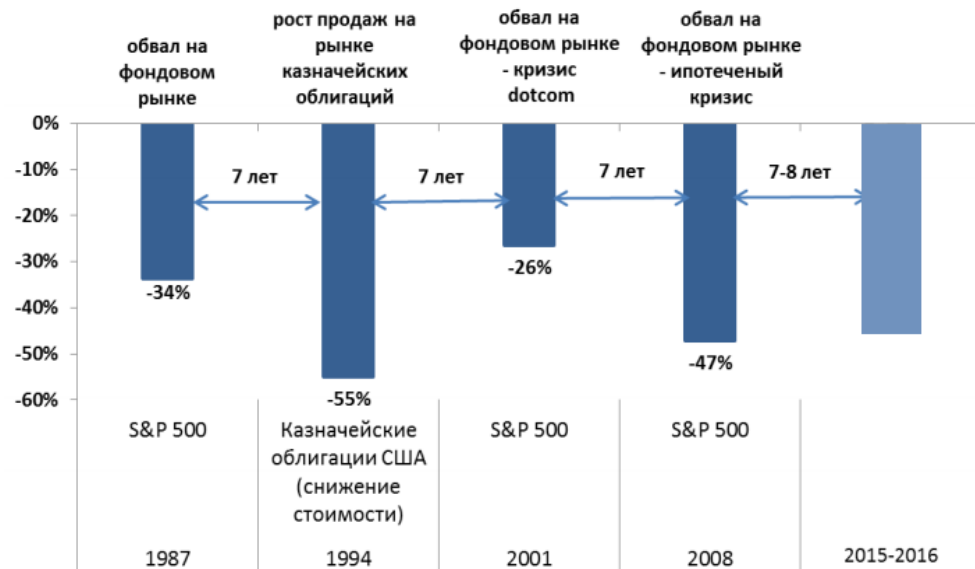


Рис. 1. «Цикличность» провалов (динамика Индекса S&P 500, %) [2, с. 10]

Несмотря на характерную для финансовых кризисов периодичность, причины, вызвавшие эти кризисы, могут быть различны. Хронология финансовых кризисов в Соединенных Штатах Америки и в Великобритании с перечнем причин, послуживших их началу, приведена в табл. 1.

Следовательно, причинами, способствующими возникновению финансовых кризисов, могут быть войны, нефтяные шоки, жилищные бумы, денежно-кредитная политика, политическая деятельность.

Текущий финансовый кризис в России повлиял на многие сферы деятельности, а также на стоимость компаний и их капитализацию. Эксперты отмечают, что снижение капитализации российских компаний во время кризиса чаще всего происходит значительными темпами и в больших масштабах.

Кризис 2008–2009 гг. оказал большее негативное воздействие на капитализацию российских компаний всех отраслей российской экономики по сравнению с текущим финансовым кризисом. Однако говорить о каких-то результатах воздействия санкций 2014 г. рано, поскольку они еще не отменены, и негативные тенденции продолжают сохраняться в ряде отраслей. Стоит заметить, что некоторые предприятия (ГМК «Норильский никель» и ПАО «Полюс золото»), наоборот, повысили свою капитализацию за последние 2–3 года. Скорее всего это связано с девальвацией рубля, поскольку доходы этих компаний номинированы в долларах, в то время как большинство расходов – в рублях. Следовательно, ослабление рубля для таких предприятий выгодно.

Таблица 1

Хронология финансовых кризисов в США
и Великобритании 1970–2002 гг. [3, с. 338]

Пик	Дно	Изменение цен на акции, %		Основные причины
		Номинальная	Дефлированная	
США				
1919	1921	−22,0	−24,5	Дисинфляция, разоружение
1929	1932	−73,4	−66,5	Крах после бума 1920-х гг., Великая депрессия
1936	1938	−25,7	−27,0	Жесткая денежная политика
1939	1942	−28,1	−38,8	Вторая мировая война
1946	1949	−10,8	−27,1	Послевоенное падение
1968	1970	−15,7	−24,4	Распад Бреттон-Вудской системы
1972	1975	−24,1	−38,7	Нефтяной шок
1976	1979	1,0	−20,9	Нефтяной шок
2000	2002	−27,7	−30,8	Бум информационных технологий
Великобритания				
1909	1920	−49,2	−80,5	Первая мировая война
1928	1931	−60,3	−55,4	Великая депрессия
1936	1940	−50,1	−59,9	Жилищный бум, война
1944	1947	−29,2	−29,8	Вторая мировая война
1948	1949	−32,3	−34,0	Послевоенное падение
1968	1970	−18,9	−27,8	Распад Бреттон-Вудской системы
1971	1974	−69,3	−76,6	Нефтяной шок
1975	1976	−19,1	−30,8	Кризис фунта стерлингов
1980	1982	−11,4	−27,0	Революция Маргарет Тэтчер
2000	2002	−24,8	−26,7	Бум информационных технологий

В период экономической нестабильности капитализация компаний, как мы уже выяснили, подвержена большим изменениям. На наш взгляд, показатель стоимости бизнеса более стабилен, но в ситуации экономических кризисов его расчет затруднен. Классические методы стоимостной оценки перестают быть эффективными.

Оценка стоимости бизнеса включает в себя расчет стоимости всех активов компании: финансовых вложений, материальных активов, нематериальных активов (интеллектуальная собственность, бренд, гудвилл и пр.). Кроме того, оцениваются рентабельность, доходы компании, перспективы ее развития, внутриотраслевая конкуренция. Результаты такого комплексного анализа позволяют сравнить оцениваемую компанию с ее аналогами и дать объективную оценку бизнеса [1, с. 44].

В настоящее время в российской и зарубежной практике, а также в соответствии со стандартами оценки активно используются такие методы оценки стоимости бизнеса, как доходный, сравнительный и затратный.

Каждый подход является индивидуальным и соответствует общепринятым в международной практике условиям. В период относительной стабильности в экономике при оценке с позиции затратного подхода обычно рассматривают стоимость имеющихся на балансе компании активов. Сравнительный подход оценивает бизнес по объектам-аналогам. Особенностью сравнительного подхода к оценке бизнеса является ориентация итоговой ве-

личины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям, с другой – на фактически достигнутые компаниями финансовые результаты [4]. Доходный подход оценивает бизнес с точки зрения ожидания будущих доходов и оценивает способность компании его генерировать. При использовании данного подхода учитываются такие важные факторы, как продолжительность получения ожидаемого дохода, степень риска и др.

Каждый из рассматриваемых подходов предполагает использование нескольких методов расчета стоимости (см. табл. 2).

Таблица 2

Методы расчета стоимости в различных подходах

Затратный подход	Доходный подход	Сравнительный подход
<i>1. Метод стоимости чистых активов</i>	<i>1. Метод капитализации доходов</i>	<i>1. Метод рынка капитала</i>
Стоимость компании определяется разностью стоимости активов и обязательств, которая выступает своего рода ценой ее «гипотетической продажи» на рынке.	Стоимость бизнеса определяется как отношение дохода за год к ставке капитализации. Большинство экспертов рекомендуют при оценке данным методом использовать показатели дохода до вычета подоходного налога.	Оценку бизнеса проводят исходя из анализа рыночных цен акций аналогичных компаний.
		<i>2. Метод отраслевых коэффициентов</i>
		Стоимость бизнеса оценивается исходя из статистики купли-продажи аналогичных компаний.
<i>2. Метод ликвидационной стоимости</i>	<i>2. Метод дисконтирования денежных потоков</i>	<i>3. Метод сделок</i>
Стоимость компании определяется разностью стоимости активов предприятия и обязательств с учетом затрат на ликвидацию компании.	Для использования данного метода необходимо прогнозирование будущих доходов компании и дисконтирование в соответствии с требуемой ставкой дисконта.	Оценку бизнеса проводят с учетом цен на приобретение контрольных пакетов акций предприятий-аналогов.

Источник: составлено авторами.

Многие экономисты говорят о том, что в России начался и будет какое-то время продолжаться период кризиса. Проблема оценки в кризис в том, что приходится производить оценку в условиях неработающих правил классической оценки. По словам оценщиков, даже в хорошие для российской экономики годы из обязательных трех подходов корректным был один или два.

Для оценки и оценщиков кризис, как и для всех, медаль о двух сторонах. Во-первых, это риски (возможные потери), во-вторых, это потенциал (вероятные плюсы). Но и с той, и с другой стороны все же нет определенности. Профессиональными оценщиками на основе итогов кризиса 2008–2009 гг. была выявлена и затем всеми признана закономерность: затратный подход (его результаты) меняется слабо, сравнительный меняется сильнее, наиболее подвижен доходный подход (см. рис. 2).

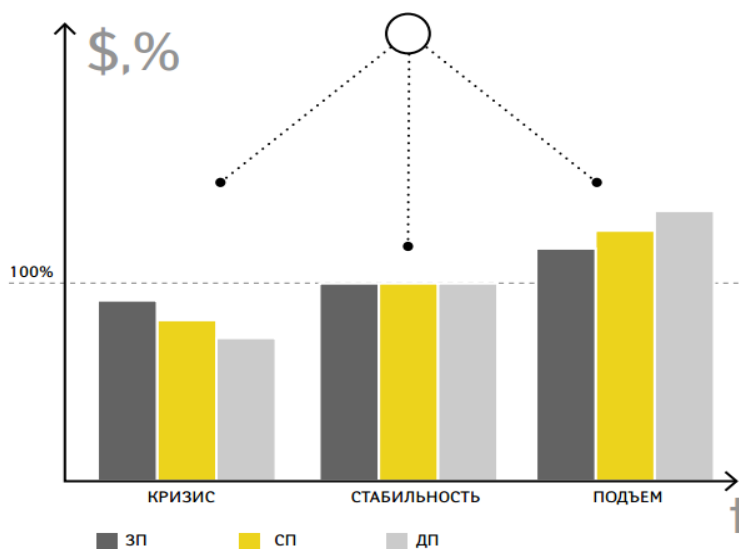


Рис. 2. Маятник экономических циклов [5, с. 17]

Проблема оценочной деятельности состоит в адекватном понимании, в какой точке находится рынок на дату оценки (кризис, стабильность или подъем) и насколько предсказуемо будущее (достоверны принятые к использованию прогнозы).

Традиционно оценку бизнеса большинство аналитиков проводят с помощью доходного подхода методом дисконтирования денежных потоков, считая его наиболее точным. Однако в современный санкционный период российской экономики невозможно с высокой степенью достоверности прогнозировать денежные потоки, когда ситуация постоянно меняется. Кроме того, становится труднее рассчитать точную ставку дисконтирования и учесть в ней все финансовые риски.

При оценке рыночной стоимости доходным подходом можно рекомендовать вносить поправку в коэффициент дисконтирования, например добавлять поправку Δi в составе коэффициента дисконтирования $1/(1+i+\Delta i)$. Данная поправка приблизительно соответствует различию показателей инфляции в условиях кризиса i_C и до кризиса i , следовательно, $\Delta i = i_C - i$.

Рассмотрим несколько способов определения поправки Δi , которые для наглядности приведены в табл. 3.

Выбор одного из рекомендованных методов поправки для коэффициента дисконтирования, приведенных в табл. 3, следует проводить на основе анализа макроэкономических показателей.

По мнению авторов, введение поправок для оценки сравнительным подходом не целесообразно, так как аналоги определяются на сегменте рынка в условиях кризиса, в чем и состоит учет фактора кризиса при оценке стоимости. Для эффективного применения сравнительного подхода в оценке стоимости бизнеса необходимо функционирование развитого рынка активов, наличие информации о суммах сделок купли-продажи, сделок слияний и поглощений, котировок акций аналогов [6, с. 35]. В связи с неразвитостью рынка акций, отсутствием открытых, прозрачных данных о расчетной или факти-

ческой стоимости предприятий и их акций в России этот подход редко используется.

Таблица 3

Практические приемы определения поправки Δi
для коэффициента дисконтирования

Способ определения поправки Δi	Пример
1. Исходя из данных о различии значений показателя инфляции по сравнению с докризисным значением	Например по данным об инфляции в 2013 г. (6,5 %) и в 2014 г. (11,4 %) поправка составляет $\Delta i \approx 11,4 - 6,5 = 4,9 \% = 0,049$; соответственно, ставка дисконтирования i определяется для условий 2015 г., а поправка равна 4,9 %, если при этом прогнозировать такие же темпы роста инфляции в 2015 г.
2. На основе изменения валютного курса	С учетом различия валютного курса BK в условиях кризиса и до кризиса (например, 32 руб./долл. США) поправка для коэффициента дисконтирования составляет $\Delta i \approx BK / (32) - 1$. Примечание: ставка дисконтирования определяется в условиях 2015 г. (или иного текущего кризисного года), и в течение данного года продолжится рост обменного курса, сопоставимый с ростом курса в 2014 г.
3. С учетом зависимости валютного курса от стоимости на бирже фьючерсов барреля нефти PO (Price Oil, руб./долл. США)	$BK = 3600/PO$ (руб./долл. США) предложенную выше рекомендацию (см. п. 2) можно представить в форме: $\Delta i \approx 110/PO - 1$

Источник: составлено авторами по материалам [4].

Затратный способ использовать для оценки стоимости бизнеса в настоящее время не совсем целесообразно, так как разница между активами и обязательствами компании может быть очень низкой и поэтому стоимость бизнеса, рассчитанная по данному подходу, не отражает в полной мере действительность.

При оценке затратным подходом в условиях кризиса фактор внешнего износа (снижения стоимости актива по причине ухудшения рынка) можно по рассмотренным выше рекомендациям учесть согласованно с оценкой поправки Δi для коэффициента дисконтирования. Внешний износ для оценки затратным подходом равен $\Delta D = \Delta i / (1 + \Delta i)$, соответственно, ставка дисконтирования i определяется для условий 2015 г. (или иного текущего кризисного года), а поправка Δi – на основе рекомендаций, рассмотренных выше [4, с. 38].

Вместе с тем следует отметить, что повышению точности отчетов об оценке способствовала бы возможность получения оценщиками более качественной исходной информации. Проблема своевременности, достоверности и адекватности информации о ценах реальных сделок становится в последнее время все более острой. Неразрешенность проблемы недоступности ценовой информации для оценщиков – коренное отличие российской оценки от зарубежной.

Таким образом, в последнее время падает роль традиционных методов оценки, в связи с чем возрастает значимость современных подходов (опционного, расчета рыночной стоимости компании методами EVA, SVA, MVA и др.). В то же время представляется необходимым совершенствование классических подходов к оценке бизнеса. Например, повысить эффективность использования метода дисконтирования денежных потоков можно с помощью более полного учета рисков в ставке дисконтирования за счет включения в нее не только финансовых, но и нефинансовых рисков. Авторами даны рекомендации для учета влияния макроэкономических показателей при оценке стоимости в условиях кризиса путем введения поправок в коэффициент дисконтирования.

Библиографический список

1. **Васина, Е. В.** Мировые финансовые кризисы и их виды / Е. В. Васина // Вестник МГИМО. – 2015. – № 4 (43). – С. 271–277.
2. **Ершов, М. В.** Растущая угроза мирового финансового кризиса / М. В. Ершов // Аналитический банковский журнал. – 2015. – № 8. – С. 10–12.
3. **Цветков, В. А.** Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект : моногр. / В. А. Цветков ; Федеральное бюджетное учреждение науки Ин-т проблем рынка Российской акад. наук (ИПР РАН). – М. ; СПб. : Институт проблем рынка ; Нестор-История, 2013. – 504 с.
4. **Войлошников, М.** Оценка стоимости в кризисный период / М. Войлошников // Оценочная деятельность. – 2015. – № 1. – С. 36–39.
5. **Медведев, С.** Оценка стоимости. Жизненный подход / С. Медведев // Оценочная деятельность. – 2015. – № 1. – С. 17–19.
6. **Ильина, Е. В.** Влияние санкций на экономику России / Е. В. Ильина // Вестник экономики, права и социологии. – 2015. – № 4. – С. 34–38.

References

1. Vasina E. V. *Vestnik MGIMO* [Bulletin of MSIIR]. 2015, no. 4 (43), pp. 271–277.
2. Ershov M. V. *Analiticheskiy bankovskiy zhurnal* [Banking analytical journal]. 2015, no. 8, pp. 10–12.
3. Tsvetkov V. A. *Tsikly i krizisy: teoretiko-metodologicheskiy aspekt: monogr.* [Cycles and crises: theoretical and methodological aspects: monograph]. Moscow; Saint-Petersburg: Institut problem rynka; Nestor-Istoriya, 2013, 504 p.
4. Voyloshnikov M. *Otsenochnaya deyatel'nost'* [Evaluation]. 2015, no. 1, pp. 36–39.
5. Medvedev S. *Otsenochnaya deyatel'nost'* [Evaluation]. 2015, no. 1, pp. 17–19.
6. Il'ina E. V. *Vestnik ekonomiki, prava i sotsiologii* [Bulletin of economics, law and sociology]. 2015, no. 4, pp. 34–38.

Кафтулина Юлия Анатольевна

кандидат экономических наук, доцент,
кафедра экономической теории
и международных отношений,
Пензенский государственный
университет (Россия, г. Пенза,
ул. Красная, 40)

E-mail: ulya_01@list.ru

Kaftulina Yuliya Anatol'evna

Candidate of economic sciences, associate
professor, sub-department of economics
and international relations, Penza State
University (40 Krasnaya street,
Penza, Russia)

Русакова Юлия Игоревна

магистрант, Пензенский
государственный университет (Россия,
г. Пенза, ул. Красная, 40)

E-mail: rusakova-yulia@mail.ru

Rusakova Yuliya Igorevna

Master's degree student, Penza State
University (40 Krasnaya street,
Penza, Russia)

УДК 336.051

Кафтулина, Ю. А.

Оценка стоимости компаний во время финансового кризиса /
Ю. А. Кафтулина, Ю. И. Русакова // Известия высших учебных заведений.
Поволжский регион. Экономические науки. – 2017. – № 1 (5). – С. 68–76. DOI
10.21685/2309-2874-2017-1-8